Revue d'économie financière

Dette publique et marchés de produits financiers dérivés

Loïc du Parquet

Citer ce document / Cite this document :

du Parquet Loïc. Dette publique et marchés de produits financiers dérivés. In: Revue d'économie financière, n°24, 1993. Les marchés dérivés : L'intermédiation bancaire au Japon . pp. 147-157.

doi : 10.3406/ecofi.1993.1971

http://www.persee.fr/doc/ecofi_0987-3368_1993_num_24_1_1971

Document généré le 16/10/2015

DETTE PUBLIQUE ET MARCHÉS DE PRODUITS FINANCIERS DÉRIVÉS

LOÏC DU PARQUET *

MAÎTRE DE CONFÉRENCES À L'UNIVERSITÉ DU MAINE . LAREA-GREFI.

Durant les années quatre-vingt, le système financier français a connu un mouvement de modernisation qui lui a permis d'atteindre le même niveau de développement que certaines places financières internationales. La France partait avec des handicaps sérieux et pourtant, il semble que ce retard ait eu des effets incitatifs pour accélérer le mouvement novateur. Une autre caractéristique de cet essor est le haut degré d'implication du Trésor public dans la fonction d'initiateur de l'innovation financière. C'est, en effet, par le biais de l'innovation financière publique que la taille, la structure et le fonctionnement des marchés financiers se sont modifiés.

Persée creative commons

Financement du Trésor : le tournant des années 80

L'histoire de la dette publique française et de ses modalités de financement est heurtée, car composée de successions de phases différentes. A partir du milieu des années soixante, l'Etat n'aura de cesse d'essayer de se désengager d'un grand nombre de ses « obligations » de financement direct de certains secteurs et activités économiques au travers des opérations de débudgétisation. Ce mouvement poussera le Sénateur Edgar Faure à déclarer dans un discours célèbre en 1965, année de retour à l'équilibre budgétaire : « Il n'y a plus de déficit dans le budget de l'Etat parce qu'il est reporté sur la Caisse des dépôts et des consignations, il n'y a plus de déficit à l'échelon parisien car il est décentralisé, c'est la décentralisation de l'impasse, la provincialisation du déficit ». Mais la fin des années soixante-dix et l'ensemble des années quatre-vingt vont être le théâtre de bouleversements structurels de l'endettement public, tant d'un point de vue quantitatif que qualitatif, ce dernier aspect caractérisant un concept nouveau : l'innovation financière publique (IFP).

---

* *L'auteur tient à remercier vivement la Direction du Trésor pour les renseignements qu'elle lui a communiqués, ainsi que V. Bourcier de MATIF SA, sans oublier Catherine Lubochinsky qui a prodigué des critiques toujours constructives avec patience. Malgré ce soutien, des erreurs et des omissions subsistent certainement, l'auteur en revendique l'entière responsabilité.*

L'évolution des soldes budgétaires publics

Il est possible d'appréhender le besoin de financement des administrations publiques au travers de multiples sources statistiques. La manière la plus courante est d'observer l'évolution du solde des lois de Finances, mais ce dernier peut être issu de différents états comptables : Loi de finances initiale, Loi de règlement, Situation résumée des opérations du Trésor, suivant que l'on privilégie le critère comptable ou le critère de gestion des opérations budgétaires. Le solde d'exécution budgétaire des Lois de règlement est un des indicateurs de l'impasse budgétaire de l'Etat et c'est celui-ci qui est exposé dans le tableau suivant.

ÉVOLUTION DU SOLDE D'EXÉCUTION BUDGÉTAIRE
(en milliards de Francs courants)

1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
-1,65	0,07	2,09	5,5	-38,2	-20,24	-18,34
1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
-34,31	-37,57	-30,3	-80,89	-82,89	-147,25	-143,13
1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
-157,6	-135,36	-101,81	-116,21	-107,65	-111,5	-112,4

1992 (estimé) : -226

Cette évolution confirme que les années quatre-vingt constituent une période durant laquelle les dépenses publiques ont poussé le Trésor à s'engager dans la pratique d'impasses budgétaires sans commune mesure avec celles de la décennie précédente.

Cependant, l'origine de cette pratique remonte à l'année 1975, année de relance budgétaire par différentes actions de soutien de la demande intérieure. C'est donc l'accumulation de déficits publics depuis 1975, avec une accentuation à partir de 1981, qui permet d'expliquer le besoin croissant de financement du Trésor. Cependant, à cette évolution « quantitative », il faut ajouter une évolution « qualitative », conséquence d'une inflexion de politique financière du Trésor. Ce dernier a modifié durant cette longue période, tant le niveau que la structure de son endettement.

La nouvelle dette publique

Les années quatre-vingt ont vu le développement intense du recours de l'Etat au marché financier afin de financer une part croissante de ses dépenses budgétaires. Par conséquent, le Trésor augmenta notablement la

part « négociable » de sa dette vis-à-vis de la part non-négociable. Cette évolution est représentée sur le tableau 2 où figurent les deux composantes de la dette totale en milliards de francs courants. La dette négociable se compose des Bons du Trésor et de la dette à long terme, cette dernière représentant les emprunts émis sur le marché obligataire. Quant à la dette non négociable, elle est composée des bons du Trésor sur formule et de l'ensemble des dépôts des correspondants du Trésor.

ÉVOLUTION DES DIFFÉRENTES PARTS DE LA DETTE PUBLIQUE TOTALE
(en Mds de Frs courants)

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Dette négociable	96,88	131,45	162,12	202,4	274,9	380,4	468,3	593,6
Dette à Long Terme	38,8	50,45	73,12	119,4	135,2	1555	201,7	278,2
Bons du Trésor	58,08	81	89	83	139,7	225,4	266,6	315
Dette non négociable	185,62	183,55	205,48	211,8	225,5	236,2	311,4	321,8
Dette Total	282,5	315	368	414,1	500,4	616,6	779,9	915,4

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992*
Dette négociable	703	850,3	960,8	1069,3	1233	1368	1465,7	1618
Dette à Long Terme	366,6	480	526,4	619,3	713	817,63	908,6	1011
Bons du Trésor	337	370,3	434,4	450	520	550,37	557,1	607
Dette non négociable	364,6	344,3	320,9	405,5	389,2	413	377,5	385
Dette Total	1067,5	1194,6	1281,7	1474,8	1622,2	1780	1843,2	2003

* Estimation

A partir de 1977, le recours à des formes non négociables connaît un rythme moins soutenu que celui des formes négociables, au point que 1980 est l'année du quasi-équilibre de ces deux parts. On peut concevoir aisément que la politique désinflationniste qui débuta en 1976, ait eu comme premier précepte de solliciter plus activement le marché des capitaux à long terme plutôt que la participation des institutions financières bancaires au financement des dépenses publiques. Ainsi, c'est à une véritable inversion des parts de ces deux types de dette publique que l'on assiste sur la période puisqu'en 1991, la dette négociable représente près de 80 % de la dette totale, contre 34 % en 1977. Cette évolution s'est réalisée lentement et progressivement, et il convient d'étudier comment le Trésor a accompli cette transition sans heurts ni secousses financières. A titre purement illustratif, ont été effectuées quatre régressions économétriques qui permettent de donner une vision statistique de ces transformations sur

la période 1977-1991. Les séries sont en données annuelles, ce qui procure 15 observations par séries, empêchant de considérer certains tests comme significatifs. Les séries sont différenciées une fois afin de les stationnariser en tendance, ce qui donne les résultats suivants :

detot = 0.30806 detnoneg + 0.37227 detneg + 0.329 C^{te}
(6.648) (3.030) (-1.251)

R^2 : 0.8175
DW : 2.08

detnoneg = 2.16229 detot - 0.81509 detneg + 0.652 C^{te}
(6.112) (3.-3.637) (-2.373)

R^2 : 0.773
DW : 201

Detneg = 0.41966 Dlt + 0.46173 Bdt + 0.19 C^{te}
(12.946) (20.472) (1.673)

R^2 : 0.9762
DW : 2.43

bdt = 2.11 Dlt - 0.8996 Bdt + 0.34 C^{te}
(20.21) (13.55) (-0.329)

R^2 : 0.9741
DW : 2.39

La première équation est la régression par les moindres carrés ordinaires de la dette totale (detot) sur ses deux composantes : la dette négociable (detneg) et la dette non négociable (detnoneg). La méthode de Cochrane-Orcutt a été employée à cause d'une mauvaise valeur du Durbin-Watson (DW= 1.15) qui laissait supposer la présence d'une autocorrélation des résidus. Cette première équation montre, par l'examen des coefficients de régression, que la dette négociable explique les évolutions de la dette totale d'une manière plus prononcée que la dette non négociable. La deuxième équation est redondante avec la première mais permet de confirmer que la dette négociable et la dette non négociable varient de manière inversement proportionnelle. Le Trésor a employé ces deux formes d'endettement de manière alternative : lorsque la dette non négociable ne lui permettait pas de faire face à ses besoins financiers, il recourait de manière plus importante aux marchés financiers. La troisième équation montre que la dette négociable est expliquée de manière légèrement plus importante par les bons du Trésor (Bdt) que par les emprunts obligataires à long terme (Dlt). La dernière équation suggère que ces deux formes d'endettement sont

utilisées de manière alternative par le Trésor, dans le but de ne pas exercer de sollicitations trop fortes sur les compartiments du marché des capitaux. Le Trésor a modifié la structure de son endettement, faisant progresser la part négociable de sa dette par recourt à l'innovation financière.

Les deux temps de l'Innovation Financière Publique

Le mouvement de l'innovation financière publique[1] (IFP) est loin d'être continu et homogène. On peut remarquer, cependant, deux sous-périodes homogènes et, quelque peu, antagonistes. A une phase « d'effervescence novatrice », succéda une période de recherche d'une plus grande liquidité de chaque ligne d'emprunt, ce qui allait freiner le mouvement de création multiple de formes d'endettement. Ce sont ces deux phases qu'il convient d'étudier.

Les innovations de produit

A partir de 1978, le Trésor a commencé à solliciter le marché des capitaux de manière plus soutenue . Cette année fut la première où l'Etat émit quatre emprunts pour un montant nominal total de 13,5 Mds. C'est en janvier 1980 que le Trésor émit l'emprunt le plus court de l'histoire de la rente : le 12 % 1980-1986 *in fine,* pour un montant nominal de 12 Mds, engageant ainsi une politique d'émission pour des montants supérieurs à 10 Mds et une durée de vie inférieure à 10 ans (*in fine* pour la plupart). Cette politique fut de courte durée puisque abandonnée dès 1982, en ce qui concerne la durée de vie réduite. C'est, de même, le début de l'histoire de l'innovation financière publique qui s'étalera sur toute la décennie « quatre-vingt », et marquera le mode de financement de l'Etat pour de très nombreuses années. La première sous-période est celle qui court de l'année 1981 au milieu de l'année 1985, et que l'on peut qualifier de période d'effervescence novatrice en matière financière. Le Trésor multiplie les formes d'endettement à long terme selon une logique qui semble privilégier l'objectif d'un accroissement du menu d'actifs financiers proposés, imitant ainsi les pratiques étrangères qui, elles, étaient initiées par les intermédiaires financiers privés. Tour à tour, les émissions de titres publics vont incorporer des innovations que l'on qualifiera d'innovations de produit qui débouchent sur l'apparition de clauses d'indexations, d'options de prorogeabilité, voire d'options d'échange, et de capitalisation des intérêts[2]. C'est à cette époque qu'apparaît la règle des quatre emprunts trimestriels à deux tranches, qui permet au Trésor d'augmenter notablement l'encours

1. *Du Parquet, L., Innovations Financières, Dette Publique et Structure des Taux d'Intérêt, Thèse de Doctorat de Sciences Economiques, Paris X, janvier 1992..*
2. *Comme, par exemple, les Obligations Renouvelables du Trésor.*

de sa dette négociable à long terme, par la proposition de formes plus diversifiées. Ce mouvement de diversification des formes d'endettement s'est appliqué, de même, aux bons du Trésor[3]. A partir de 1984, le Trésor n'aura de cesse de resserrer les conditions d'exercice de ces options[4], ces dernières ayant entraîné deux conséquences :

- la perte du contrôle de l'évolution structurelle de la dette publique,
- le développement hétérogène de cette dernière.

C'est pour ces deux raisons que le Trésor a institué en mai 1985, le « système OAT » qui lui permet trois actions fondamentales :

- la gestion active de sa dette
- le retour d'une homogénéité plus grande
- l'accroissement de la liquidité pour chaque ligne d'emprunt.

Ce système marque un tournant fondamental dans la pratique novatrice du Trésor.

Innovation de pratique et de système

Le Trésor, et surtout un nombre croissant d'investisseurs, vont prendre conscience que l'innovation financière de produit est difficilement dissociable de l'innovation de pratique[5], cette dernière devant assurer une bonne négociabilité des nouveaux titres. La méthode de l'assimilation des tranches d'emprunts entre elles permet de solliciter le marché financier plus fréquemment, pour des montants moins importants et de créer un nombre restreint de lignes d'emprunts d'un encours plus élevé. De plus, l'adjudication « à la hollandaise » permet de diminuer le coût d'émission par mise en concurrence des souscripteurs. Parce qu'elle réalise la synthèse entre l'innovation de produit et de pratique, l'innovation financière représentée par l'émission d'OAT est une innovation de système. La réussite de ce système est illustrée par deux faits.

-Le Trésor profita de ce système pour autoriser les souscripteurs à proposer en règlement des nouvelles OAT émises, des titres dont le coût de remboursement anticipé semblait exorbitant. Ce fut le cas pour le 7 % 1973, dont la clause d'indexation amena le coût de son remboursement à près de 50 Mds en 1988, pour un montant nominal émis en 1973 de 7 Mds, et pour les ORT, dont la capitalisation des intérêts auraient été à verser lors de leur

3. C'est, en effet, à cette époque qu'ont été émis les BIM (bons du Trésor à intérêts mensuels) essentiellement émis à taux variable, les BTT (bons du Trésor à intérêts trimestriels), essentiellement émis à taux fixe, et les BIS (bons du Trésor à intérêts semestriels).

4. S'agissant des bons du Trésor, il faut attendre 1986 pour qu'une normalisation de l'ensemble de ces formes s'opère par l'émission des BTAN (bons à taux fixe émis pour deux ou cinq ans) et les BTF (bons à taux fixe émis pour 13, 26 ou 52 semaines).

5. L'innovation de pratique s'oppose à l'innovation de produit dans la mesure où elle découle plus d'un changement du comportement de l'emprunteur que d'une modification de la forme de ses titres. En l'occurrence, l'innovation de pratique du Trésor concerne l'adoption de l'émission par adjudication et la réorganisation de nouveaux « associés » : les Spécialistes en valeurs du Trésor.

remboursement.

-En 1989, la première OAT libellée en ECU est émise sur le marché français par le Trésor public, et elle connaîtra un rapide succès.

Ce système va permettre un « nettoyage » de la Rente, mais le fait majeur de ce mouvement va consister à impliquer un grand nombre d'investisseurs dans l'animation du marché de la dette publique : les Spécialistes en Valeurs du Trésor. Ces derniers sont des teneurs du marché de la dette publique et doivent être en mesure de donner à tout moment une cotation à un investisseur qui les solliciterait. Cette charge va entraîner de nouveaux besoins de couverture contre le risque de taux d'intérêt non seulement pour les SVT mais aussi pour les investisseurs dont le portefeuille de titres publics augmente considérablement. Ces besoins vont trouver une solution dans un vaste mouvement d'expansion du marché financier français dans lequel la place du Trésor devient de plus en plus prépondérante et déterminante.

Gestion « active » de son passif par le Trésor

Une des conséquences les plus notables du développement de la dette publique a été l'apparition de nouveaux marchés financiers organisés et réglementés [6] sur lesquels les organismes financiers peuvent couvrir le risque de taux qu'ils encourent sans nécessairement procéder à des réaménagements de la composition de leur portefeuille. En finance, le risque ne peut disparaître, il se reporte sur des agents qui acceptent de l'encourir en échange d'une rémunération. La fonction d'un marché à terme est de permettre la redistribution de ce risque parmi une collectivité d'investisseurs dont le comportement et les anticipations divergent. En France, le Trésor a encouragé la création de ces marchés car ils constituaient la condition *sine qua non* d'une meilleure diffusion de sa dette.

Les contrats MATIF : actuels et ... futurs

La création d'un marché à terme sur instruments financiers est une longue histoire jalonnée de propositions et de contre-propositions, qui a abouti à un projet accepté tant par les intervenants de la place que le Ministère des Finances en 1984. Mais c'est fin février 1986 que s'ouvrira le Marché à Terme d'Instruments Financiers de France, marché qui devait connaître un développement très rapide. Au début, seul un contrat portant sur des titres à long terme de la dette publique sera négocié, puis au mois de juin sera ouvert un contrat sur Bons du Trésor, titres à court terme de la dette publique. Parmi les contrats sur instruments financiers, on distingue

6. Artus, P., Lubocbinsky, C., Théorie Financière des Taux d'Intérêt et Gestion du Risque de Taux, PUF Economie, PARIS, 1990.

des catégories différentes suivant le produit de référence qui est pris en compte, encore dénommé : le sous-jacent. En plus, des marchés d'options négociables ont été créés sur certains contrats. L'un des principaux contrats du MATIF est le contrat à long terme sur emprunt Notionnel 10 %. Les volumes traités sont élevés et il est fréquent d'observer une grande activité à l'occasion d'événements financiers exceptionnels[7]. Ce contrat est un contrat « notionnel » dans la mesure où le titre sous-jacent n'existe pas, mais il a une existence « théorique » : c'est un emprunt dont la durée de vie peut aller de 7 à 10 ans, remboursable *in fine*, dont le coupon annuel est de 10 %. Il est coté en pourcentage « en pied de coupon », possède une valeur faciale de 500 000 Frs et quatre échéances sont cotées : mars, avril, septembre et décembre. En cas de livraison, ce qui est rare, ce sont des titres de la dette publique à long terme et d'OAT à taux fixe qui seront cédés, constituant ce que l'on nomme : Emprunts du gisement. Les cotations s'effectuent sur une unité de 2 points de base (500 000 Frs x 0,02 % = 100 Frs) que l'on nomme aussi : le tick. Les écarts de cotation ne peuvent excéder plus ou moins 5 % (*limit up et limit down*) vis-à-vis du cours de liquidation de la veille, soit 250 points de base. Chaque intervenant se doit de constituer un dépôt de garantie auprès de l'Autorité de Tutelle : MATIF SA. Chaque jour, les intervenants sont tenus de répondre à des appels de marge négative ou positive suivant l'évolution du cours de liquidation vis-à-vis du contrat qu'ils ont effectué.

S'il faut parler de succès s'agissant du contrat Notionnel, il faut malheureusement noter l'échec de son homologue sur taux courts : le contrat sur bons du Trésor. C'est un faisceau de circonstances qui a amené une telle situation :

- Le marché des bons du Trésor à taux fixe n'était pas assez développé à l'époque du lancement de ce contrat
- La réforme de la politique monétaire lui a été postérieure (janvier 1987), or c'est elle qui a produit une variabilité plus importante des taux courts, entraînant un besoin de couverture
- Malgré quelques avantages, il a été supplanté par le contrat PIBOR[8] qui lui a succédé.

Enfin, il faut citer le « futur » contrat MATIF à long terme dont la première cotation est prévue pour le 28 janvier 1993[9]. Ce contrat, aussi dénommé : Contrat Franc Long Terme, porte sur un titre fictif dont les caractéristiques

---

7. A l'occasion des attaques contre le franc en septembre 1992, le nombre de contrats notionnels sur l'échéance décembre s'est élevé à plus de 260 000 en moyenne par jour. Cette moyenne se situe, en période normale, à plus de 100 000.

8. Sur ce sujet, conf. :

- Schluraff, M., Le contrat PIBOR (1), et

- Desponts J, Lobocbinsky C., Le PIBOR 3 mois comme taux de référence (2), in La Revue Banque, n° 479, janv. 1988, pages 34 à 35.

9. Qui n'est pas encore coté lors de la rédaction de cet article.

seraient celles d'un emprunt d'Etat français, de durée de vie résiduelle supérieure à quinze ans, remboursable *in fine* et dont le taux de coupon annuel serait de 8 %. Les titres livrables sont, bien entendu, des OAT dont la durée de vie résiduelle est comprise entre quinze et trente ans. Du court terme au très long terme, le MATIF offre aux investisseurs des possibilités diversifiées de couverture du risque de taux d'intérêt. Le Trésor est impliqué dans l'animation de ces marchés dans la mesure où les emprunts du gisement sont des titres de la dette publique. Par ailleurs, la loi de Finances pour 1991 stipule que le Trésor pourra effectuer pour son propre compte, et par l'intermédiaire du Fonds de Soutien des Rentes, des opérations d'arbitrage sur le notionnel du Matif par des achats/ventes de contrats, et même d'options sur contrats ! Le Trésor déclare ne pas avoir pris de positions sur le Matif jusqu'à maintenant et il semble peu concevable qu'il utilise ce marché. En effet, il serait difficilement justifiable de faire état de pertes occasionnées par des prises de positions spéculatives, tout comme des profits qui seraient considérés comme des revenus financiers exceptionnels, et exceptionnellement risqués. Notons que certaines entreprises publiques ont essuyé des pertes non négligeables à la suite de prises de positions sur un marché à terme. A cette occasion, un certain nombre de commentateurs ont fait remarquer qu'il était difficile d'envisager que des établissements, dont l'activité principale est suffisamment « sensible » pour justifier leur présence dans le secteur public, puissent compter sur le contribuable pour combler un déficit apparu à la suite d'opérations financières spéculatives. Cet argument n'est recevable que dans le cas où ces opérations ont été initiées dans une perspective spéculative, mais dans le cas d'opération de couverture, elles peuvent être justifiées. Légalement, il est donc possible que le Trésor effectue de telles interventions, mais ce ne serait que dans des cas d'ultime recours car il dispose de bien d'autres moyens pour s'assurer de la bonne fin de ses opérations de gestion de la dette négociable, notamment par la technique du « swap » ou, en français, le contrat d'échange de taux d'intérêt.

Les « SWAPS » du Trésor.

Il semble que ce type de produit soit plus adapté à la gestion active de la dette publique par le Trésor[10]. C'est en septembre 1987 que la première opération de swap a été effectuée entre le Trésor et le Crédit Lyonnais. A l'époque, il s'agissait d'échanger, pour un montant modeste de 1.5 Md, un endettement à taux fixe contre un endettement à taux variable. L'opération avait été très discrètement menée, mais elle constituait une nouvelle preuve du changement drastique du Trésor vis-à-vis de son endettement. En effet,

10. *Conf. l'article de la BRI, dans ce même numéro.*

elle représentait le premier recours du Trésor à un marché de produits dérivés, dans le cadre de son activité de gestion de la dette publique qui peut, dès lors, être qualifiée de gestion « active ».

Il y eut durant le même automne, deux nouvelles opérations de swap, qui, cette fois-ci, se firent par le biais d'un appel d'offre proposé à l'ensemble des grands intermédiaires financiers de la place de Paris, sélectionnés en fonction du niveau de leurs fonds propres, et qui devaient proposer leurs conditions de souscriptions. L'identité des organismes retenus fut tenue secrète afin qu'ils puissent se retourner vers le marché financier pour couvrir le risque de taux encouru. La dernière opération de swap remonte à l'automne 1990, où le Trésor trouva excessive la tension observée sur les taux longs. Il échangea donc deux lignes d'OAT pour 1 milliard de francs chacune afin de donner un signal au marché [11]. Le swap consista à échanger un endettement à taux fixe contre un endettement à taux variable (PIBOR 3 mois capitalisé) afin de signifier au marché que le Trésor ne considérait pas cette tension justifiée, et qu'il n'entendait pas la valider par une attitude passive. L'opération réussit puisque les taux à long terme français se détendirent quelques mois plus tard. L'opération fut dénouée et le Trésor enregistra un bénéfice de quelques millions de Francs, gain négligeable en face de celui que représente le fait d'avoir montré à toute la communauté financière, tant nationale qu'internationale, qu'il était prêt à s'engager dans des opérations d'arbitrage sophistiquées afin de faire entendre, et de faire connaître, ses propres anticipations ! Cette incursion sur un marché de produits dérivés avait pour motif essentiel de fournir un signal au marché. Mais à côté de ces opérations, où le Trésor décide de s'engager lui-même, demeurent des opérations pour lesquelles il délègue à des intermédiaires financiers les risques de pertes et les perspectives de gains, ce qui est le cas des opérations de démembrement de titres publics.

Démembrement d'OAT.

La technique du « stripping », ou de démembrement en français, n'est pas nouvelle pour le Trésor. Les FELIN [12] furent émis en janvier 1986, ce qui correspondait à la version française des obligations à « coupon zéro ». Le Trésor avait autorisé le Crédit Lyonnais et la Caisse des dépôts et des consignations à démembrer 2 Mds de titres issus de l'OAT 9.80 % janvier 1996 qui avait été émise à hauteur de 44 Mds durant l'année 1986. L'encours n'était pas élevé, ce qui donnait une liquidité insuffisante à ce marché, l'incitation fiscale n'était pas assez conséquente [13], et surtout, il n'y avait

11. Rappelons que cette période est celle de la guerre du Golfe où le niveau des taux à long terme s'éleva brutalement.

12. Fonds d'Etat Libre d'Intérêt Nominal.

13. Certains investisseurs considèrent ces produits comme le moyen d'échanger un prélèvement fiscal sur les revenus des capitaux contre une taxation des plus-values financières.

aucun moyen d'effectuer l'opération inverse : le remembrement. Le succès fut donc contrasté. Cependant, il faut noter que c'est en 1985 que des banques américaines avaient démembré pour la première fois des bons du Trésor, ce qui permettait au Trésor public français de montrer qu'il était prêt à imiter rapidement son homologue américain en permettant ce genre de pratique nouvelles. Le 23 mai 1991, le Trésor annonça que l'OAT 8,5 % 2019 pouvait faire l'objet de démembrement par les SVT. Le démembrement est le même que celui des FELIN, mais, les SVT qui ont démembré un titre en certificats d'OAT peuvent à tout moment, remembrer ces titres, c'est-à-dire échanger l'ensemble des certificats d'intérêts et du capital contre uneOAT normale[14]. Dès lors un véritable marché des OAT démembrées venait d'apparaître et le trésor put, dès avril 1992, annoncer la possibilité de démembrement d'une deuxième ligne d'emprunt : l' OAT 8,5% 2023, puis une troisième et une quatrième. Au 30 octobre 1992, l'encourt des OAT démembrées s'élevait à 32Mds, répartis sur trois lignes d'OAT. Ces produits sont créés par des SVT connus pour exceller dans ces montages financiers et réservés à des investisseurs spécialisés. Cette pratique contribue à élargir la palette d'actifs offerts par le trésor, sans l'exposer lui-même dans des opérations risquées.

En conclusion, il est indéniable que le développement des marchés de produits dérivés en France est difficilement dissociable du comportement du trésor. Il y exerce une influence par le biais des titres de la dette publique qui constituent le support nécessaire de ces marchés, et par des interventions directes sur ces derniers. Cependant, le fait le plus notable est que la création de ces marchés s'inscrit dans un mouvement général plus profond de croissance du système financier français, mouvement qu'accompage, et parfois soutient, le Trésor public. Dans la perspective de l'existence future, proche ou lointaine, d'une dette publique européenne, il conviendrait de tenir compte de l'expérience française afin de guider certains choix.

14. Du 31 mai au 30 Juin 1992, 352 millions de Francs d'OAT 8,5 % 2019 ont été remembrés, au vu de l'évolution des encours, ce qui, correspond à 1,5 % de l'encours total démembré.